

顺鑫农业(000860)

报告日期: 2025年09月30日

## 白酒承压, 等待修复

### ——顺鑫农业更新报告

#### 投资要点

□ 25年 H1/25Q2 公司实现营收 45.9 亿元(同比-19.2%)/ 13.3 亿元(-18%); 归母净利润 1.7 亿元 (-59.1%) / -1.1 亿元。

□ 公司积极推动产品焕新升级, 创新营销模式, 深入贯彻“1-2-12-3+”营销战略, 对重点市场推进、渠道优化及产品结构升级等工作进行总结分析。公司作为白酒“民酒”代表, 需求存在一定刚性, 我们认为随着经济修复业绩有望实现逐步回升。

□ 白酒业务显著下滑, 猪肉业务形成拖累

1) 2025年 H1 公司白酒营收 36.1 亿元, 同比-23.2%。其中, 高档酒 5.3 亿元 (-12.3%), 中档酒 5.0 亿元 (-21.9%), 低档酒 25.8 亿元 (-25.4%)。从区域市场看, 25H1 京内/京外分别实现收入 13.94/31.99 亿元, 同比-13.0%/-21.7%, 京内市场更加抗压。

2) 25年 H1 猪肉业务营收 7.82 亿元, 同比-0.5%。生猪需求疲软, 价格下行, 猪肉业务毛利率为 0.01%, 相比去年下降 2.52pct。

□ 合同负债下降, 费用率攀升拖累短期利润

3) 25H1/25Q2 销售收现 34.69 亿元 (同比-17.5%, 下同) /14.92 亿元 (+6.2%); 25H1 合同负债 3.85 亿元 (-33.47%), 主要由于合同执行完毕, 预收货款结转收入。

4) 25H1/25Q2 销售毛利率分别为 34.4%(同比-1.90pct, 下同)/28.4%(-5.66pct)。25H1/25Q2 营业税金及附加费率分别为 10% (+0.2pct) /10.5% (+0.6pct), 销售费率 9.6% (+1.5pct) /10.9% (-3.7pct); 25H1/25Q2 净利率 3.92% (-3.57pct) /-7.86% (-6.27pct)。

□ 盈利预测及估值: 因行业周期调整, 下调 2025-27 年收入增速至-15%/1%/3% (同比, 下同); 下调归母净利润至 -24%/13%/23%。维持增持评级。

□ 催化剂: 金标新品动销超预期; 市场开拓超预期; 猪肉业务盈利改善。

□ 风险提示: 消费恢复不及预期; 市场竞争加剧。

#### 财务摘要

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	9125.8	7802.7	7884.0	8120.1
(+/-) (%)	-13.85%	-14.50%	1.04%	2.99%
归母净利润	231.2	175.7	199.1	244.8
(+/-) (%)	178.20%	-23.99%	13.34%	22.93%
每股收益(元)	0.31	0.24	0.27	0.33
P/E	-	66.11	58.33	47.45

资料来源: 浙商证券研究所

#### 投资评级: 增持(维持)

分析师: 杨骥  
执业证书号: S1230522030003  
yangji@stocke.com.cn

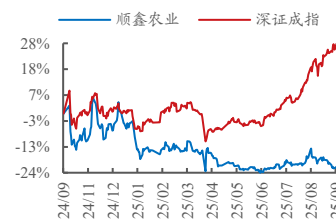
分析师: 张家楨  
执业证书号: S1230523080001  
zhangjiazhen@stocke.com.cn

分析师: 满静雅  
执业证书号: S1230524100004  
manjingya@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 15.66
总市值(百万元)	11,616.07
总股本(百万股)	741.77

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 《白酒稳中求进, 关注产品焕新》 2025.05.14
- 《盈利能力改善, 渠道持续扩张》 2024.11.03
- 《Q2 利润符合预告, 白酒企稳猪肉改善》 2024.09.03

## 表附录：三大报表预测值

### 资产负债表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	10115	10057	10427	11333
现金	6949	7291	7746	8539
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	249	238	219	199
其它应收款	11	12	9	10
预付账款	168	71	81	101
存货	2292	1946	1905	2013
其他	446	499	467	471
<b>非流动资产</b>	4879	4708	4504	4186
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
固定资产	2973	2843	2638	2362
无形资产	763	761	771	758
在建工程	47	38	30	24
其他	1096	1066	1065	1042
<b>资产总计</b>	14995	14765	14931	15519
<b>流动负债</b>	6450	6070	6024	6357
短期借款	2789	2678	2657	2687
应付款项	942	818	818	828
预收账款	13	11	11	12
其他	2706	2563	2539	2830
<b>非流动负债</b>	1490	1462	1470	1474
长期借款	1423	1423	1423	1423
其他	67	39	47	51
<b>负债合计</b>	7940	7532	7495	7831
少数股东权益	40	44	48	54
归属母公司股东权益	7014	7190	7389	7634
<b>负债和股东权益</b>	14995	14765	14931	15519

### 现金流量表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	112	799	711	828
净利润	252	179	203	251
折旧摊销	337	231	230	228
财务费用	11	163	149	142
投资损失	(3)	(4)	(5)	(3)
营运资金变动	(606)	(141)	70	307
其它	121	371	63	(98)
<b>投资活动现金流</b>	(70)	(74)	(42)	79
资本支出	302	(47)	24	92
长期投资	37	9	(19)	9
其他	(408)	(37)	(47)	(23)
<b>筹资活动现金流</b>	(362)	(382)	(215)	(114)
短期借款	225	(111)	(21)	31
长期借款	188	0	0	0
其他	(775)	(271)	(193)	(144)
<b>现金净增加额</b>	(320)	342	455	793

### 利润表

(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	9126	7803	7884	8120
营业成本	5838	5066	5066	5131
营业税金及附加	1001	780	867	893
营业费用	874	819	788	853
管理费用	754	702	710	731
研发费用	30	23	24	24
财务费用	11	163	149	142
资产减值损失	93	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	3	4	5	3
其他经营收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	528	253	285	349
营业外收支	(14)	(14)	(14)	(14)
<b>利润总额</b>	514	239	271	334
所得税	261	60	68	84
<b>净利润</b>	252	179	203	251
少数股东损益	21	3	4	6
<b>归属母公司净利润</b>	231	176	199	245
EBITDA	998	631	650	705
EPS (最新摊薄)	0.31	0.24	0.27	0.33

### 主要财务比率

	2024	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-13.85%	-14.50%	1.04%	2.99%
营业利润	604.80%	-52.08%	12.79%	22.25%
归属母公司净利润	178.20%	-23.99%	13.34%	22.93%
<b>获利能力</b>				
毛利率	36.03%	35.08%	35.75%	36.81%
净利率	2.77%	2.29%	2.58%	3.09%
ROE	3.34%	2.46%	2.72%	3.24%
ROIC	2.79%	2.59%	2.69%	2.98%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	52.95%	51.01%	50.19%	50.46%
净负债比率	57.88%	58.10%	57.52%	55.41%
流动比率	156.83%	165.69%	173.08%	178.26%
速动比率	121.29%	133.64%	141.45%	146.59%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.60	0.52	0.53	0.53
应收账款周转率	313.49	389.59	376.83	383.33
应付账款周转率	6.31	5.76	6.20	6.24
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.31	0.24	0.27	0.33
每股经营现金	0.15	1.08	0.96	1.12
每股净资产	9.46	9.69	9.96	10.29
<b>估值比率</b>				
P/E	-	66.11	58.33	47.45
P/B	1.66	1.62	1.57	1.52
EV/EBITDA	12.18	13.90	12.70	10.64

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>